

2024年1月5日



企稳有余弹力不足

镍价低位徘徊

核心观点及策略

- 镍矿，供应菲律宾处于季节性淡季，上月末国内需求稍有回升，矿价止跌企稳。
- 精炼镍，纯镍在11月短暂减产之后，伴随企业利润回升开工也同步回升，供应后续预计仍宽松。
- 镍铁，镍价稳定市场抛货减少，镍铁价格企稳，但消费限制下反弹无力，后续镍铁预计弱稳为主。
- 需求方面，多空分歧及成本限制下，1月不锈钢厂或开启减负荷生产状态，部分不锈钢厂有年度检修计划。
- 综上，宏观面美联储12月议息会议传递鸽派信号之后，市场降息预期一度快速升温，不过后续美联储鹰派发言及时不时较好的经济数据打压了部分乐观预期。基本面纯镍经过11月微幅压产之后产能又快速恢复，后续供应大概率延续宽松状态，纯镍库存仍有累库预期。消费端不锈钢消费1月有部分检修计划，消费稍有走弱，镍价承压低位震荡。
- 预计1月份沪镍主力在124000-131000元/吨之间。伦镍03波动区间在16100-16900美元/吨
- 风险点：美联储政策超预期转向，矿端重大干扰

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

☎ 021-68555105

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

☎ 021-68555105

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

☎ 021-68555105

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

目录

一、行情回顾.....	4
二、基本面分析.....	5
1、矿价低位徘徊.....	5
2、纯镍供应仍呈现持续性增长.....	6
3、抛货心理减退，镍铁弱稳为主.....	7
4、硫酸镍供需双弱，暂时延续疲弱.....	8
5、库存来继续累库预期不改.....	9
6、不锈钢厂1月检修或有增加.....	9
三、行情展望.....	10

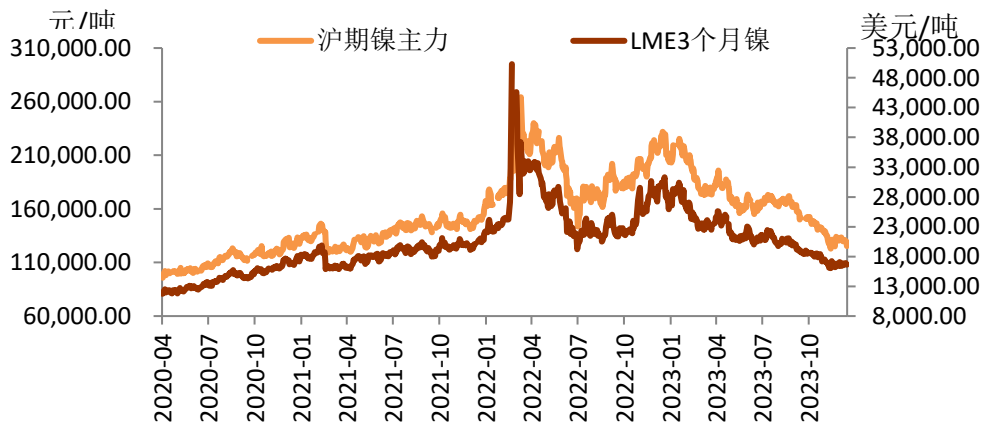
图表目录

图表 1 镍期货价格走势.....	4
图表 2 镍现货升贴水走势.....	4
图表 3 镍矿进口情况.....	5
图表 4 自菲律宾进口镍矿占比.....	5
图表 5 镍矿价格.....	6
图表 6 镍矿港口库存.....	6
图表 7 中国电解镍累计产量.....	7
图表 8 中国电解镍当月产量季节性.....	7
图表 9 中国精炼镍进口量.....	7
图表 10 中国自俄罗斯精炼镍进口量.....	7
图表 11 中国镍铁进口量.....	8
图表 12 中国自印尼镍铁进口量.....	8
图表 13 镍铁库存.....	8
图表 14 镍铁价格走势.....	8
图表 15 交易所库存变化情况.....	9
图表 16 保税区镍库存情况.....	9
图表 17 不锈钢产量情况.....	10
图表 18 300 系不锈钢产情况.....	10
图表 19 不锈钢价格情况.....	10
图表 20 不锈钢库存情况.....	10

一、行情回顾

12月镍价整体延续一路探低走势。月初镍价在14万关口稍做整理之后，接连大阴线走低，除自身过剩纯镍库存不断攀升因素之外。锂价大跌，电池成本下跌预期走高，也一定程度上拖累镍价加速下行，12月下旬，沪镍一度跌至两年半以来新低121730元/吨。其后碳酸锂止跌，国内纯镍外购矿及镍铁、硫酸镍先后出现亏损后，出现止跌，不过基本面仍然过剩，镍价反弹无力，12月底基本承压在13万下方震荡，月末报收125210元/吨，跌4.47%。伦镍相对国内抗跌，美联储12月议息会议态度转鸽，市场风险偏好回升，美指高位快速回落，镍价压力减轻，伦镍月初从18000美元/吨附近至15840美元/吨止跌，其后保持震荡，月末报收16620美元/吨，跌幅0.09%。

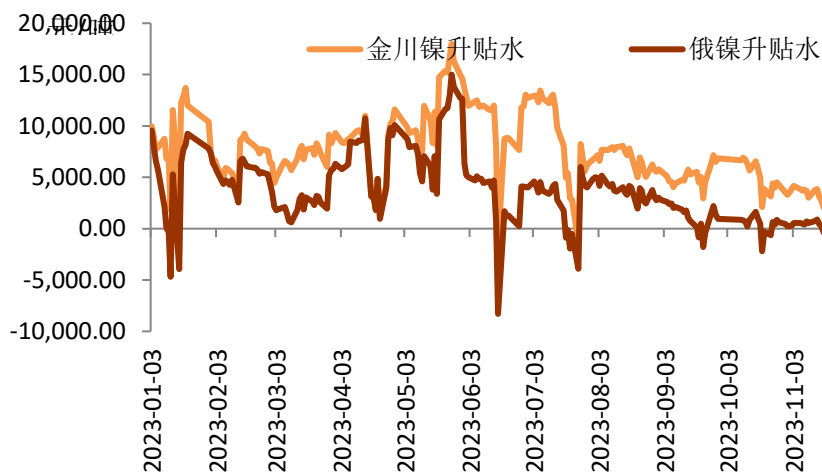
图表1 镍期货价格走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

2023年12月份，镍现货升水持续弱势，俄镍月内一半时间在贴水，最低对沪镍当月-3550元/吨，金川镍亦一度低至355元/吨。

图表2 镍现货升贴水走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

二、基本面分析

1、矿价低位徘徊

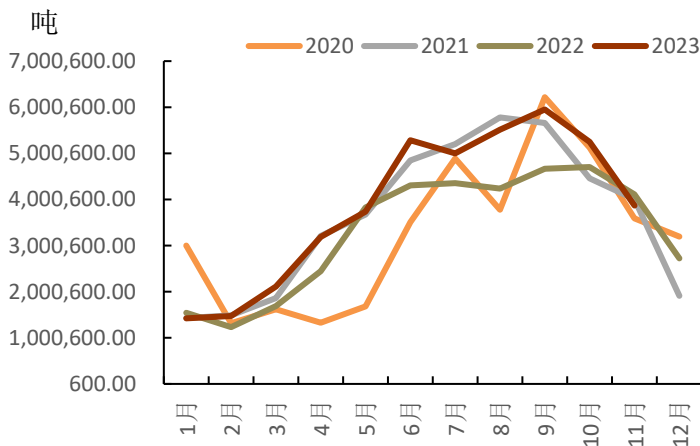
12月需求疲弱，镍矿价格不断被动下调，直至印尼政府正式公布印尼镍价指数 INPI，市场认为新定价对出口关税确定有助益，因而预期印尼政府重提镍出口税预期走高。镍矿价格止跌，截止12月底，菲律宾镍矿 1.5%CIF 均价 41 美元/吨，较上月底跌 13 美元/湿吨。

12月菲律宾预计镍矿进口季节性回落，据海关数据，2023年11月中国进口镍矿 386.88 万吨（海关数据干湿混合），环比下降 26.4%，同比降幅 7.2%。进入12月，菲律宾主要镍矿出口地苏里高地区延续雨季，加上国内高镍生铁冶炼厂亏损严重，部分厂家停产检修对镍矿需求下行，预计镍矿进口将继续回落，整体预计第四季度中国进口镍矿量呈现下行趋势。

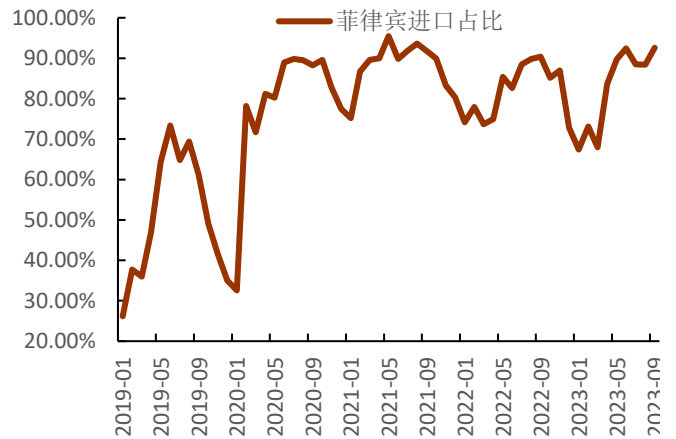
库存方面，据 SMM，到12月底，全国七大港口镍矿库存较11月底-36.1 万湿吨至 458.4 万湿吨。正值预计，发货高峰期结束，镍矿进入去库周期。

展望未来，菲律宾仍处雨季暂时进口供应处于季节性淡季，需求端镍铁利润回升，对矿需求逐步回升，矿端价格止跌企稳。

图表3 镍矿进口情况

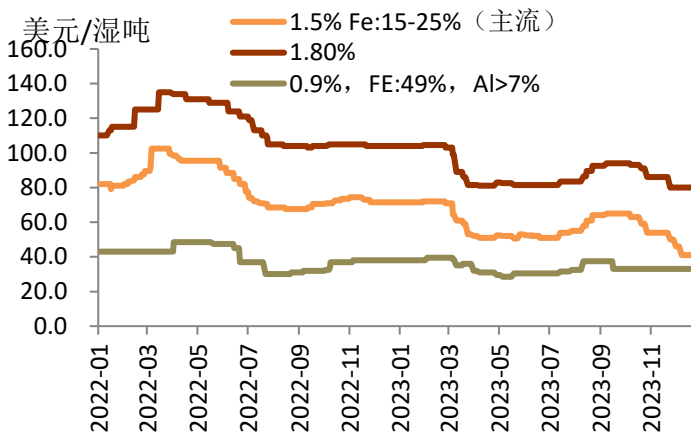


图表4 自菲律宾进口镍矿占比



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 5 镍矿价格



图表 6 镍矿港口库存



资料来源：SMM，铜冠金源期货

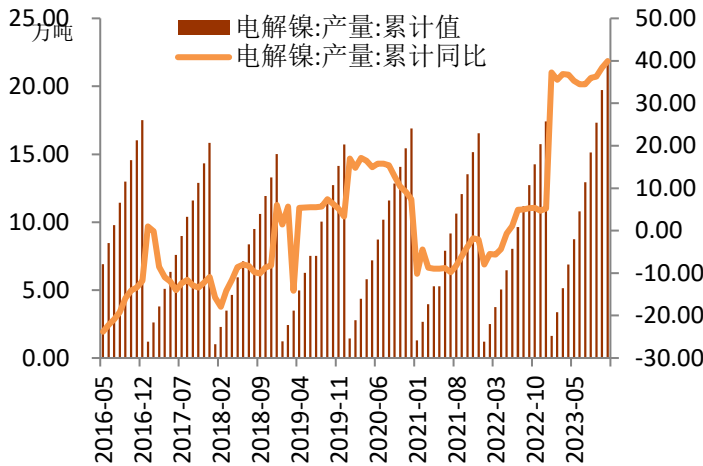
2、纯镍供应仍呈现持续性增长

电积镍产量 11 月是 2023 年全年的首次环比下降，因为镍价连续下跌，10 月底开始，外采原料企业陆续开始亏损，部分企业减产。据 SMM 数据，11 月全国精炼镍产量共计 2.3 万吨，环比下降 3.9%，同比上升 54.45%。有消息称 12 月华东有外采原料冶炼厂已恢复生产，预计 12 月纯镍产能上行。我们认为 12 月精炼镍产量回涨至 3.32 万吨。

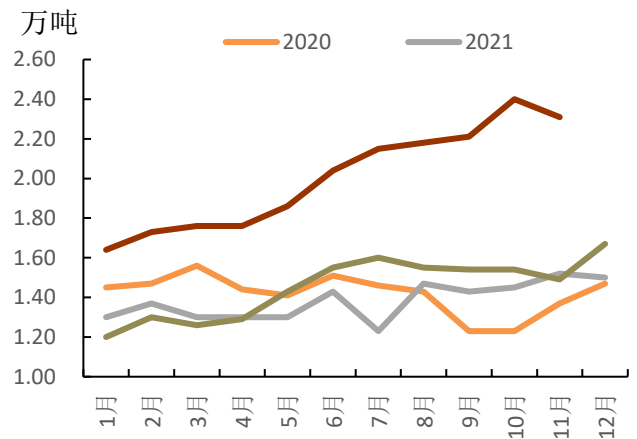
进口方面，2023 年 11 月中国进口精炼镍 7710 吨，其中清关量为 2569 吨较 10 月环比减少 23.75%，同比下跌 80.12%。11 月期间，精炼镍进口量出现小幅增长，但清关量明显减少，说明尽管进口量增加，但是大多数进口精炼镍仍停留在保税区或是直接转出口到海外，并未直接流入现货市场。受国内需求持续萎靡与新增电积镍对于部分进口镍的替代愈加深入，预计 12 月期间纯镍清关量或持续下降。

对于后续纯镍供应预期上，因原料矿端价格跟随被动下行加上镍价止跌，纯镍企业利润回升，部分企业在 11 月短暂减产之后重新复产，供应后续预计仍呈现持续性增长。

图表 7 中国电解镍累计产量

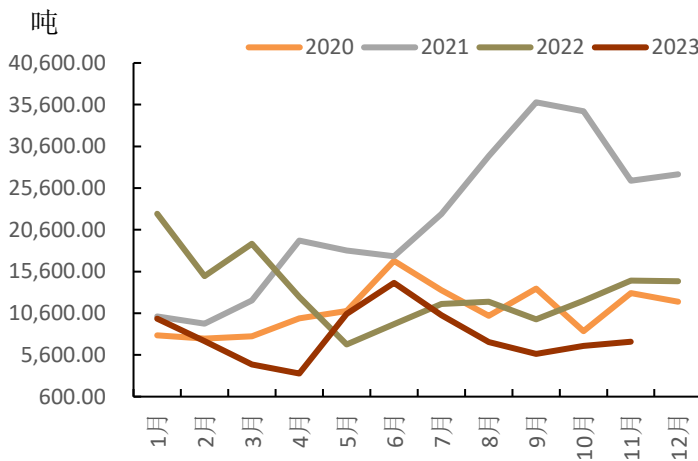


图表 8 中国电解镍当月产量季节性

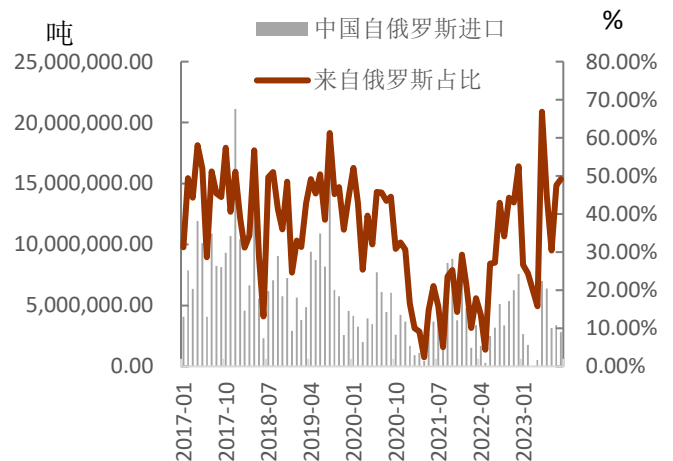


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 9 中国精炼镍进口量



图表 10 中国自俄罗斯精炼镍进口量



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3、抛货心理减退，镍铁弱稳为主

整个 11 月国内镍铁厂基本都处于利润不断收缩至亏损的状态，镍铁冶炼厂亏损幅度在 8%-20%。根据 SMM 数据，2023 年 11 月全国镍生铁产量为 3.16 万镍吨，76.57 万实物吨，实物吨环比下降 2.87%，金属吨同比下降 6.35%。目前铁厂高价镍矿库存仍然较高，导致生产成本高居不下。其次，年内不锈钢预期仍然悲观，需求难好，预计 12 月镍生铁国内产量或继续下行。

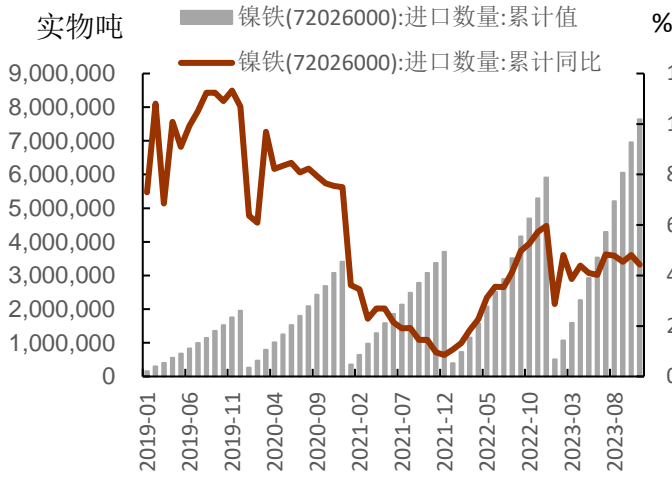
印尼方面，当地临时配额发放，矿端紧缺情况缓解，11 月印尼镍生铁产量 12.74 万镍吨，环比增加 10.03%，同比增幅 26.6%。预计 12 月印尼镍铁产量持稳月 12.77 万镍吨。

进口方面，国内需求下调，11 月进口镍铁量下滑。据海关数据，2023 年 11 月中国进口镍铁总量 67.99 万实物吨，环比下降 24.95%，同比上涨 13.78%；折合金属量来看，10 月进

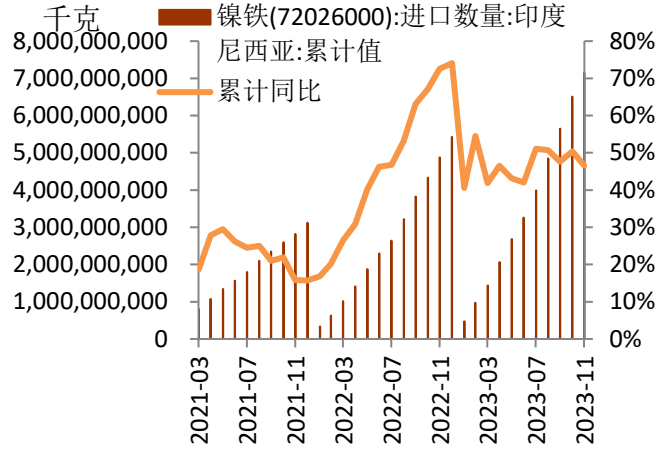
口镍铁总金属量 8.93 万镍吨，环比下降 23%，相较 10 月进口量出现下降。从 12 月国内不锈钢产量增有限的情况看，12 月进口预计维持低位。

后市，印尼及国内铁厂利润修复之下后续供应稳定，镍价稳定市场供应端抛货心里减弱，镍铁价格压力减弱，但消费限制下反弹无力，我们看好镍铁价格弱稳为主。

图表 11 中国镍铁进口量

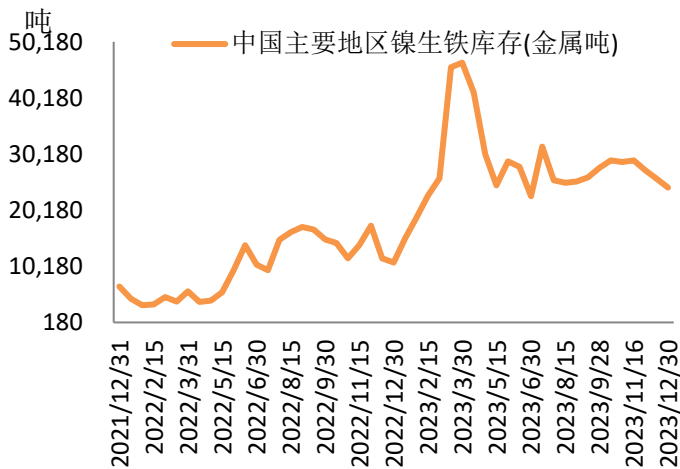


图表 12 中国自印尼镍铁进口量

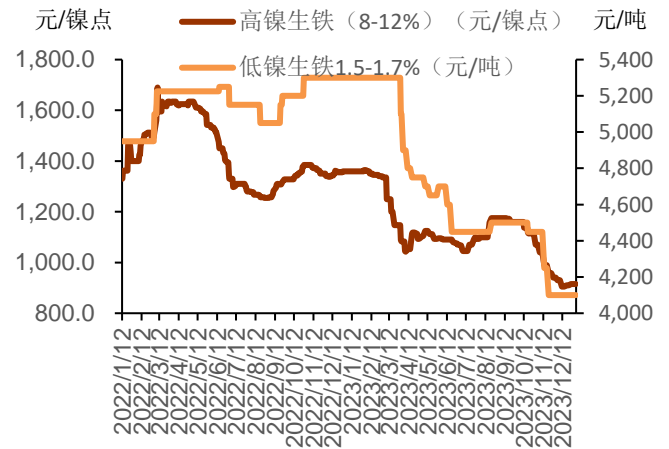


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 13 镍铁库存



图表 14 镍铁价格走势



资料来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

4、硫酸镍供需双弱，暂时延续疲弱

12 月硫酸镍市场负面情绪弥漫，前驱体企业对硫酸镍需求较为疲软，又逢年底部分镍盐企业低价出售库存以满足回笼资金的需求，硫酸镍价格不断下行。12 月底硫酸镍击破成本线，盐厂挺价情绪渐起，硫酸镍价格止跌。12 月底，SMM 电池级硫酸镍价格 264000 元/吨。

价格连续下行同样影响到硫酸镍开工，据 SMM 数据，2023 年 11 月份全国硫酸镍产量为 3.61 万金属吨，全国实物吨产量 16.43 万实物吨，环比下降 6.39%，同比降低 14.77%。12

月消费弱勢影响下，12月硫酸镍产量预计继续下降。

进出口方面，据中国海关网最新数据显示，2023年11月中国硫酸镍进口总量4155吨，环比增加35%，同比增加206%。中国硫酸镍出口351吨，环比下降42%，同比增加3514%。11月份中国硫酸镍净进口3804吨，环比增加54%，同比增加182%。

后续我们认为三元前驱体企业订单走弱对硫酸镍需求缩减状况难改，虽然盐厂挺价情绪走高，不过上下游采购较有分歧，价格虽然暂时止跌也难有反弹，预计硫酸镍价格弱勢运行。

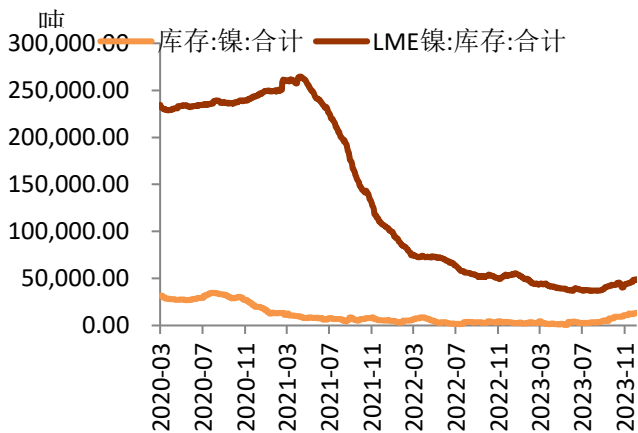
5、库存来继续累库预期不改

截至12月底，SHFE和LME的交易所库存分别为13765吨和64056吨，合计7.8万吨，和上个月相比+19686吨。

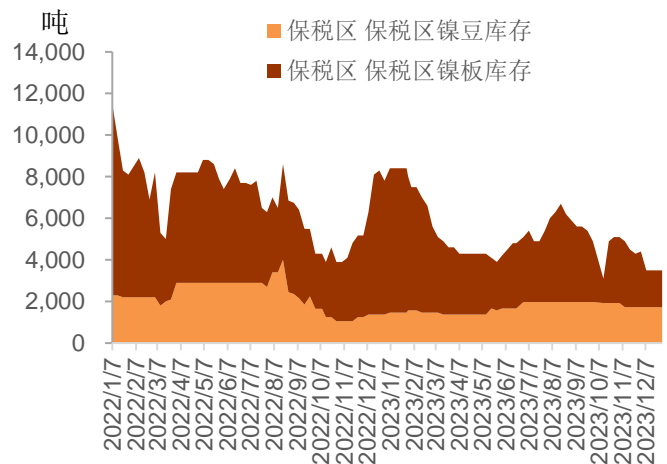
镍社会库存延续累库，月末LME累库主要集中于鹿特丹、新加坡以及釜山仓库，其中新加坡与釜山仓库，亚洲仓库的增量有部分来自于国产电积镍。而国内月末累库速度放缓，主要因小长假节前备货，社会库存小幅去库，但整体月度周期上仍是累库。

我们认为纯镍累库仍会继续，尤其国内期货交易所库存，此前受交割条件：稳定生产一年的限制，大多数新增的电积镍尚不足时间无法申请交割资格，预计2024年二季度开始，伴随国内交割品牌注册成功，交易所库存增幅加速。

图表 15 交易所库存变化情况



图表 16 保税区镍库存情况



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

6、不锈钢厂 1 月检修或有增加

11月不锈钢厂出现不同程度亏损，部分钢厂临近年末顺势开启检修减产。据SMM数据，2023年11月份全国不锈钢产量总计约300.85万吨，较10月环比减少约4.16%，同比增加约3.91%。其中，300系不锈钢产量约144.85万吨，环比减少约1.56%。12月钢厂利润稍有修复，国内钢厂开工稳定，不过由于印尼高排产，整体12月不锈钢供应仍宽松。

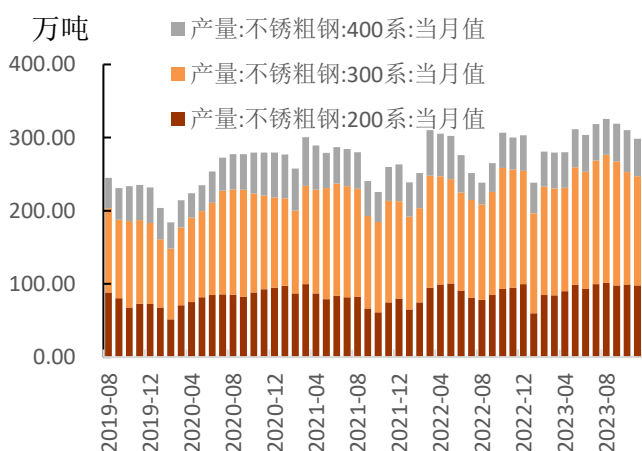
不锈钢库存方面，截止2023年12月底，国内无锡不锈钢库存49.9万吨，佛山不锈钢库存22.7万吨，合计72.6万吨，较上个月减少14.8万吨。价格低位成交氛围较好，

投机及下游需求均有一定传导。当前需求基本刚需为主，价格反弹之后或对采购备货有一定限制，后续仍有累库预期。

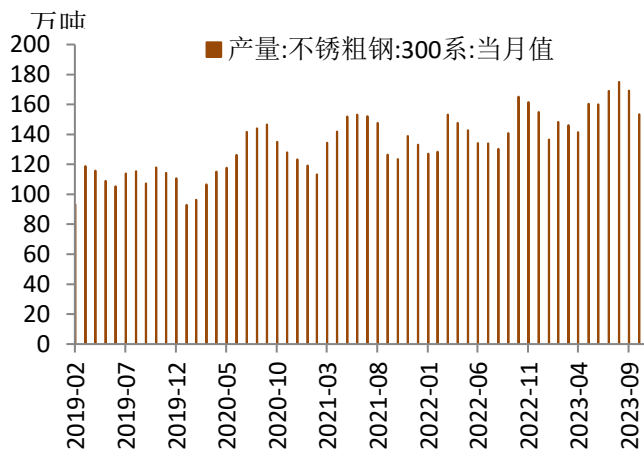
进出口方面，2023年11月中国不锈钢进口总量为15.60万吨，环比下降51.5%，同比约降低51.15%。自印尼进口的不锈钢量为10.50万吨（不含废不锈钢进口量），环比降幅约58.15%，同比降幅约54.74%。下游需求不振，印尼不锈钢产量虽有爬坡而回流量大幅下跌但多以成材回流。

不锈钢后市判断我们认为，多空分歧及成本限制下，1月不锈钢厂或开启减负荷生产状态，且部分不锈钢厂有年度检修计划，不锈钢需求或有减少。

图表 17 不锈钢产量情况

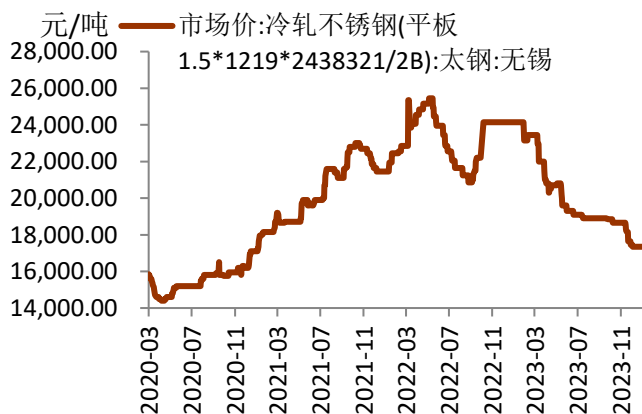


图表 18 300系不锈钢产情况

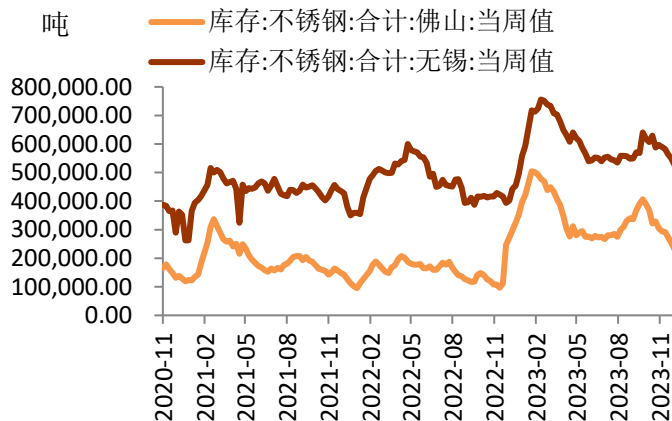


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 19 不锈钢价格情况



图表 20 不锈钢库存情况



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

三、行情展望

镍矿，菲律宾仍处雨季暂时进口供应处于季节性淡季，需求端镍铁利润回升，对矿需求

逐步回升，矿端价格止跌企稳。

精炼镍，因原料矿端价格跟随被动下行加上镍价止跌，纯镍企业利润回升，部分企业在11月短暂减产之后重新复产，供应后续预计仍呈现持续性增长。

镍铁，月底市场抛货心里减弱，镍铁价格止跌，印尼及国内铁厂利润修复，开工增加，同时消费观望，我们看好镍铁价格弱稳为主。

需求方面，多空分歧及成本限制，1月不锈钢厂或开启减负荷生产状态，且部分不锈钢厂有年度检修计划，不锈钢需求或有减少。

整体，宏观面美联储12月议息会议传达出的鸽派信号令2024年提前降息预期升温，一度快速扭转市场风险偏好，不过后续美联储官员发表鹰派言论，市场乐观情绪回落。国内11月经济数据表明当前仍面临内需不足的问题，经济仍需政策加码巩固经济修复基础。基本面，纯镍经过11月小幅压产之后产能又快速恢复，后续供应大概率延续宽松状态，纯镍库存仍有累库预期。镍铁及硫酸镍上下游价格分歧较大形成对峙，市场僵持。消费端不锈钢消费1月有部分检修计划，消费稍有走弱。整体，镍市场供需预计保持小幅过剩，镍价低位震荡。

预计1月份沪镍主力波动区间在124000-131000元/吨之间。伦镍03波动区间在16100-16900美元/吨

风险点：美联储政策超预期转向，矿端重大干扰

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、307 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

江苏分公司

地址：江苏省南京市江北新区华创路 68 号景枫乐创中心 B2 栋 1302 室
电话：025-57910813

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财富广场 A906 室
电话：0562-5819717

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来公寓 1201 室
电话：0371-65613449

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号期货大厦 2506B
电话：0411-84803386

杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区九堡街道九源路 9 号 1 幢 12 楼 1205 室
电话：0571-89700168



免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。